



2020年1月

## 市場評論

**環球經濟前景：**過去一個月，環球經濟因為中國發生重大疫情，令本來已不太好的經濟前景進一步加添了更多的不安因素。自去年底開始，中國武漢爆發了高傳染性和致命的新冠狀病毒，在短時間之內，已令中國境內有超過 6 萬人受到感染、更導致千多人死亡。除了中國境內，新冠狀病毒亦擴散至全球不少國家，如亞洲區的日本、韓國、新加坡；歐洲區的德國、法國、英國；以至美洲區的美國、加拿大等。疫情的出現、再加上中國政府為了防止疫情進一步擴散而推出的一些行政措施，令中國不少經濟活動均受到嚴重的打擊。舉例來說，為了防避受到病毒感染，大部分民眾均減少、甚至不出門購物、進餐、到娛樂場所消費；受疫情影響，到訪中國的外國旅客已近乎絕跡；陸路航空交通等需求因限制人口流動而大幅減少；中國政府嚴格要求工廠在滿足防疫要求下才可復工，亦令不少工廠處於未能開工、或只能部分復工的狀態。以上種種情況，都對中國第一季度的經濟增長帶來嚴重的打擊，投資市場已預期，中國在第一季度的經濟增長速度將會因疫情出現而錄得明顯的下降，不少分析員認為經濟增長將跌至只有 4%、或更低的水平。而且，如果疫情持續至第二季度，第二季度的經濟增長亦會受到同樣的影響。

至於中國以外，雖然疫情已擴散至全球不少的國家，但現時大部分國家的情況都是仍然維持可控的(因為確診的個案到目前為止還不算很多)。所以，這些國家大部分的經濟活動，暫時沒有受到很明顯的影響。不過，由於中國經濟增長在短期內很大可能受到疫情所影響而出現明顯的減速，所以這會為不同國家帶來或多或少的負面效應。例如，中國工業生產速動受疫情影響而錄得減慢，令中國對外原材料和半製成品的需求亦同時減少，令不少亞洲區相關的出口行業將受到影響；中國民眾受疫情影響而減少消費，亦會令不少消費品進口的需求下降，令亞洲、歐洲以至美洲相關的公司受到影響；中國民眾受疫情影響而減少消費，亦會令以中國為主要市場的外國公司，如蘋果、星巴克、麥當奴等受到影響；最後，不少外國公司以中國為主要的生產基地，中國不少工廠因疫情而未能復工或未能全面復工，亦會影響它們的生產計劃，因而有可能令它們的供應鏈受到影響。所以，雖然表面上疫情暫時未有對中國以外的其他國家經濟帶來太嚴重的影響，但在連帶關係之下，相信有部分國家還是會受到今次在中國發生的疫情所影響。

如上文所言，在疫情的打擊下，相信中國在第一季度的經濟增長將會受到拖累，而令增長率很可能減少 2%、甚至更多。而如果疫情在第一季度完結前還未結束(相信這可能性很高)，相信中國在第二季度的經濟增長亦會同樣地受到比較嚴重的影響。至於其他地區，相信亞洲區經濟所受到的影響將會較明顯(因為和中國經濟的關係較密切)，歐洲區經濟受到的影響會比亞洲區小、而美洲區經濟受到的影響將會是最小的。

當然，如我們在不同場合上多次強調，疫情對經濟的影響只會是"短暫性"，亦不會對經濟造成任何"結構性"的破壞。因為不管疫情最終發展到如何嚴重，只要疫情有結束的一日(暫時，不少醫學專家預期疫情大約會持續 3-6 個月)，差不多百分之百受疫情所影響的經濟活動，都可以在疫情結束後出現百分之百的復原(這情況在過往歷史上多次發生的天災和疫情中的經驗得到引證)。

**股市：**2020 年 1 月份，環球股市經歷先升後跌的走勢。1 月份上旬，由於市場對中美快將簽訂首初階段貿易協議充滿憧憬(而協議亦最終在 1 月 15 日落實簽署)，所以，股市延續 2019 年 11 月份和 12 月份的升勢，在 1 月份上旬持續錄得上升。1 月上旬，環球不少股市均錄得 2-3%、甚至更高的升幅。不過，持續上升的走勢

在 1 月份下旬就因為中國發生大規模疫情而出現了 180 度的逆轉。受到疫情大幅擴散所影響，市場開始預期中國經濟在未來幾個月將大幅受到疫情所影響而令增長出現明顯的減慢；市場亦開始擔心不論是疫情、或是中國經濟增長減慢所帶來的負面影響，會伸延至整個亞洲、甚至是歐洲和美洲。所以，環球股市在 1 月份下旬開始錄得下跌(而中港股市的跌幅亦比其他股市的大得多)。在 1 月份，成熟市場方面，美國股市、歐洲股市和日本股市分別下跌了 0.9%、1.2%和 1.9%；新興市場方面，亞洲股市、新興股市和香港股市分別下跌了 4.4%、4.6%和 6.6%。

最近發生在中國的疫情已取代了美國經濟前景(和企業盈利狀況)、中美貿易關係、中東局勢、以至美國聯儲局貨幣政策取向等，成為近日金融市場最受關注的因素，因為市場擔心疫情持續和不繼擴散，會打擊中國、以至其他國家民眾的正常經濟活動，如外出購物、外出進餐、出外旅遊或旅客到訪、消費娛樂、陸路航空交通等的需求，令經濟增長受損、亦令從事相關行業企業的收入大幅下跌、盈利大幅減少(甚至出現虧損)。如上文所言，市場已預期受疫情所打擊(疫情除了影響民眾不少正常的消費和經濟活動外，為了控制疫情減少進一步擴散，中國政府在早前亦延長了年假的日數，令第一季度經濟增長受到進一步的打擊)，中國經濟在第一季度的增長率將因而減少約 2%，令經濟增長很可能只得 4%(若疫情持續，經濟增長減慢的情況，亦會持續至第二季度)。

如疫情對經濟的影響一樣，疫情對股市的影響亦只會是"短暫性"，亦不會對股市造成任何"結構性"的破壞。因為不管疫情最終發展到如何嚴重，只要疫情有結束的一日(暫時，不少醫學專家預期疫情大約會持續 3-6 個月)，差不多百分之百受疫情所影響的經濟活動，都可以在疫情結束後出現百分之百的復原(這情況在過往歷史上多次發生的天災和疫情的經驗中得到引證)。所以，即使不少企業在疫情發生期間它們的收入和盈利都受到嚴重的影響(甚至有些企業會因疫情的打擊而錄得虧損)，但只要它們能捱過這個艱難期(當然有部分規模較小的公司，它們未必能捱過這個艱難期而不幸地出現倒閉告終)，相信它們大部分的收入和盈利都可以在疫情過後得到復原。

由於股票的價格是反映企業未來一段長時間的盈利情況(而並非只反映未來幾個月的盈利情況)·而疫情對企業盈利的影響相信不會多於 12 個月(若幸運的話·可能不多於 6 個月)·所以·股市不應因疫情而出現巨大的下跌幅度·如超過 10%(如果股市因疫情而下跌超過 10%·相信會是一個不錯的中線買入機會)。

當然·市場上大部分投資者都不會那麼理性·所以·短期的股市走勢有可能受不利的疫情、經濟或企業盈利消息所影響·而出現不理性的沽壓·投資者應做好相當的心理準備(如上文所言·如市場真的出現不理性的沽壓·如果下跌幅度夠多的話·投資者相反應視此為一個不錯的中線買入機會)。

**債市**：受到股市下挫、市場擔心發生在中國的疫情會對經濟、以至股市帶來打擊所影響·自 1 月下旬開始·資金明顯流入美國和德國等發達國家國債避險·令相關債息被大幅推低。在 1 月份·美國十年期國債孳息率由 1.9% 下跌至 1.5%；德國十年期國債孳息率由 -0.2% 下跌至 -0.4%。

本來·美、德等指標國債孳息率下跌·應有利於大部分債券投資的表現(包括發達國家國債、新興市場債、和高收益企業債等)；不過·在 1 月份·發達國家國債、新興市場債和高收益企業債最終錄得不同的表現(發達國家國債和新興市場債錄得明顯上升、高收益企業債就只能錄得差不多持平的表現)。1 月份·發達國家國債指數升 1.6%、新興市場債指數升 1.5%、而高收益企業債指數就只升 0.1%。在 1 月份·高收益企業債表現較失色·主要是由於高收益企業債未能受惠於美德等國債孳息率的下跌·因為一來股市下挫令市場避險情緒升溫(避險情緒升溫不利於高收益企業債)、二來市場亦擔心發生在中國的疫情會對中國經濟、以至環球經濟造成巨大的負面影響·打擊企業的財務狀況·令企業違約的風險增加·因而對高收益企業債造成打擊。

我們預期在疫情還會持續一段時間下·疫情將繼續為市場帶來不安的情緒·令部分投資者繼續以發達國家國債作為避險的工具·令美德等國債孳息率繼續徘徊在低位(即使不再進一步下跌)；另一方面·相信高收益企業債將繼續受到打擊·令高收益企業債息差繼續維持高企。

**商品**：商品價格指數在 1 月份錄得超過 7% 的跌幅。商品價格下跌主要是受到發生在中國的疫情所影響·令市場擔心疫情會對經濟增長造成打擊·從而打擊對商品的需求。另一個在 1 月份令商品價格指數下跌的原因·

是中東局勢由早前的緊張轉趨平靜，令早前因中東局勢緊張而大幅上升的油價，因局勢轉趨平靜而令早前的升幅需要回吐。1 月份，商品三大分類指數(能源、金屬和農產品)全面錄得下跌，分別錄得 14%、2%和 3% 的跌幅。如上文所言，能源價格是 1 月份下跌幅度最大的商品，當中石油價格在 1 月份就錄得接近 10 美元(超過 15%)的跌幅。1 月上旬，油價因為中東局勢由緊張轉為平靜，令油價由最高 65 美元下跌至 58-60 美元；1 月下旬，受到市場越來越擔心發生在中國的疫情會對石油需求帶來明顯的打擊(市場預期，受到疫情所影響，在未來幾個月，中國每日對石油的需求，有可能會較平日減少 15-20%，即每日減少 200-300 萬桶)，油價進一步由 58-60 美元下跌至最低 50 美元。

和股市比較，我們認為疫情對商品的影響會較持久一點，就以石油為例，雖然和經濟或股市一樣，當疫情過後，市場對石油的需求應可得到差不多百分之百的回復，因為疫情同樣不會對商品市場帶來永久和結構性的破壞。不過，石油市場有一點和經濟或股市不同，因為大部分石油生產商，它們並不會因為一些短期的因素而作出短暫的停產(因為技術上不可能，或油田一關一開需要大量成本)，所以，若需求在未來幾個月出現大幅下跌，而供應沒有出現太大的降低下，市場將被迫出現大量的供應過剩(這些供應過剩最終會變成庫存)。所以，在疫情結束後，即使市場需求回復正常，但市場亦要花時間將這些庫存作出完全消化後，油價才可回歸正常水平。舉例來說，假設受疫情所影響，全球對石油需求每日減少 300 萬桶，如這情況持續 90 日，即全球庫存會被迫增加 2.7 億桶；如疫情結束後市場可每日消化 150 萬桶庫存，市場亦要 180 日才可完全消化這些增加了的庫存。所以，我們把買入石油的目標價作出相應的下調。在疫情出現之前，本來我們認為若油價跌至 50 美元就可以作出買入；但在疫情出現之後，我們認為油價要跌得更低，才值得作出買入(跌至 48 美元，才值得開始分段買入)。

## 組合評論

1 月份，我們的進取型、增長型和平衡型投資組合均受到疫情影響下股市出現下挫所打擊，分別錄得 1.6%、

1.8%和 1.7%的跌幅，但我們所錄得的跌幅已比全球大部分股市小(舉例來說，1 月份，亞洲股市、新興股市和香港股市分別下跌了 4.4%、4.6%和 6.6%)，這是因為在股市出現下跌前，我們的投資組合已處於頗保守的狀態[現時我們的投資組合持有大量的貨幣基金](當然，這絕對不是因為我們能一早預測疫情會出現、而是因為其他的原因[如對環球經濟前景和中美貿易關係沒有市場早前般那麼看好、以至我們亦認為歐美股市股值有點過貴的情況等])。所以，預期未來一段時間，即使疫情有可能持續對股市造成更多短期的沽壓，一來，現時我們投資組合頗保守的投資分佈，絕對可以為我們減少因股市下跌而出現的損失；二來，若股市真的出現進一步的下跌，我們更可好好利用這股市短期的下跌(若跌幅夠多夠深、甚至出現恐慌拋售)，在股市低迷時把現時投資組合內的貨幣基金分段賣出、分段轉到一些股價已跌至低水平的股票或商品基金，用 12-18 個月時間(因為疫情過後，經濟、股市和商品市場可能需要一段時間去復原、未必即時就出現反彈)等待疫情過去、等待經濟、股市和商品市場復原、以求獲得不錯的中線收益。

現時，投資組合(以增長型計)維持把每月新投入資金(每月新供款，如有)的 55%投放在股票基金、35%投放在債券基金和 10%投放在商品基金(但對於已買入的基金單位，在經過 1 月份的投資組合變動後，投資組合的資產分配約為 45-50%在美元貨幣基金、5-10%在環球及新興市場債券基金、5-10%在成熟市場股票基金、30%在新興市場股票基金、和 10-15%在商品股票基金)。

**股票基金方面：**1 月份，我們對投資組合中的股票基金投資分配作出了一個變動。1 月初時，我們把投資組合中現存的所有歐洲股票基金賣出、25%轉到亞洲股票基金、10%轉到越南股票基金、15%轉到東歐基金、25%轉到新興市場債券基金、25%轉到美元貨幣基金。我們決定把投資組合中現存的所有歐洲股票基金賣出，是由於歐洲經濟動力維持不佳(而且，歐洲經濟亦不見得在短期之內有出現明顯好轉的可能)，但歐洲股市在過去一年卻錄得頗巨大的升幅，令我們認為歐洲股市的股值已有點過貴的情況(或投資價值已轉變得不太吸引)。舉例來說，在經過過去一年的大升之後，整個歐洲股市的市盈率已達 21 倍，而德國股市的市盈率更達 26 倍。所以，我們今次的變動和過去幾次的變動不同，過去幾次的變動是故意降低投資組合中股票基金的比例，以

降低整個投資組合的風險；今次的變動則並非以降低投資組合中股票基金的比例為目的，其目的主要是達到轉換投資地區而已。

受到中國發生重大疫情所打擊，環球股市在 1 月份錄得由升轉跌的走勢，環球大部分股市最終在 1 月份都錄得下跌，跌幅介乎 1-6%不等。受整體大市錄得下跌所影響，我們所買入的股票基金不少在 1 月份亦錄得下跌。成熟市場方面，由於我們在 1 月初時已賣出所有在組合內現存的歐洲股票基金，所以，即使歐洲股票基金在 1 月份錄得近 5%的跌幅，也已經和我們的投資組合沒有太大關係了；至於環球股票基金則錄得 3.5%的跌幅。新興市場方面，亞洲股票基金錄得 3.2%的下跌、越南股票基金(自 1 月初加入後計)錄得 2.1%的跌幅、兩隻中國股票基金分別錄得 7.1%的跌幅和 **3.8%的升幅**、東歐股票基金錄得 0.3%的跌幅。由於我們的投資組合一早已轉得偏向較保守，所以今次因中國發生疫情而導致的股市急跌，沒有為我們的投資組合帶來太大的傷害(雖然我們的投資組合亦有錄得跌幅，但跌幅只是輕微，亦比大部分股市所錄得的跌幅小。而且，如我們早前所言，我們選擇偏向較保守的投資策略的另一個原因，是我們認為股市在過去一年已錄得頗巨大的升幅，而且環球經濟並非股市所反映般理想，所以，我們寧願少賺一點，也不希望我們的投資組合承擔過多的風險。當然，在疫情發生前，相信沒有人會預計得到疫情的出現，但事實證明，我們適時選取較保守的投資組合，一來有時令為我們的客戶減少一些不能預知的風險、二來可在股市出現明顯下跌後，有空間為客戶以便宜的水位入市。事實上，我們已準備好，若股市因疫情或其他原因而錄得更大的跌幅的話，我們會作出分段入市，為客戶再次爭取中線有利的投資機會。

**債券基金方面**：1 月份，我們在投資組合中新增了少許新興市場債基金(主要是因為在賣出歐洲股票基金後，我們不想即時把所有賣出的資金都放回股票基金上)。我們所持有的兩隻債券基金分別錄得 0.6%跌幅和 1.1%的升幅(自 1 月初加入後計)。

**商品基金方面**：1 月份，我們所持有的商品基金錄得 7.3%的跌幅，主要是受到商品價格急跌、再加上股市下跌所影響(因為我們所持有的商品基金，是投資在和商品有關的上市公司股票)。受到在中國所發生的疫情影

響，我們相信商品受到的沽壓還會持續，因為市場已預期，疫情很可能會持續 3-6 個月，在這段時間內，中國經濟的動力將會受到損害(不論是消費需求下降、還是生產受到拖累而減少)，這均會減少中國對商品的需求。舉例來說，如上文所言，在疫情影響之下，中國每日對石油的需求，有可能出現 15-20% 的下跌，涉及每日 200-300 萬桶石油。在中國短暫需求減少下，相信有不少商品會出現短暫的供應過剩，令價格有持續下跌的壓力。所以，在未來幾個月，疫情的發展將對商品價格起很重要的影響。所以，在疫情出現明顯好轉前，我們並不認為應對商品抱太高的期望(如石油價格，即使油組和俄羅斯在日後最終宣佈落實進一步減產也好，相信減產的幅度[如沒有出現意外，油組和俄羅斯只會進一步減產多 60 萬桶/日]也未必能完全抵銷中國需求急跌所帶來的負面影響)。

#### **重要告示及豁免責任聲明:**

此文件為資產管理集團有限公司的財產。本文中所載之任何資料僅供參考之用，不應被視為邀請、要約或招攬任何證券買賣、建議任何證券買賣或建議採取任何投資策略。資產管理集團致力確保在本文中所提供資料的準確性和可靠性，但並不保證其完全準確和可靠，也不對由於任何不準確或遺漏所引起的任何損失或損害承擔任何責任。本文中的部分資料可能包含有關對未來事件或對國家、市場或公司未來財務表現的預測或其他前瞻性陳述，而這些預測或前瞻性陳述只是作者之個人觀點，最終實際事件或結果可能會和預測或前瞻性陳述出現巨大的差異。本文中包含的任何意見或估計都是基於一般原則所編寫的，讀者不應以此作為任何建議。資產管理集團保留隨時對本文中任何表達的意見進行修改或更正的權利，恕不另行通知本文的收件人。禁止任何未經授權的披露、使用或傳播本文的全部或部分內容，亦不得將文件複製、拷貝或提供給未經授權的第三者。投資涉及風險，由於匯率或市場波動等不同的市場風險，任何投資的價值及其收入都有可能出現增加或減少，而過去所顯示的表現數據亦並不代表未來的表現。本文的收件人如對本文所包含的任何資料有任何疑問，收件人應尋求專業意見。本文未經證券及期貨事務監察委員會審閱或批准。

如有任何意見或查詢，請電郵至 [info@asset-mg.com](mailto:info@asset-mg.com) 與我們聯絡。

資產管理集團有限公司

香港干諾道西一一八號四十樓零二室

電話: (852) 3970 9595 傳真: (852) 3107 0932